

复合母排老牌企业，电池连接系统驱动新增长

投资要点

- 事件：**公司2023年实现营业收入18.4亿元，同比增长15.2%；实现归母净利润2亿元，同比增长28.2%；扣非归母净利润1.9亿元，同比增长27%。2023年第四季度公司实现营收4.8亿元，同比下降8.1%；实现归母净利润0.5亿元，同比增长42.4%；扣非归母净利润0.5亿元，同比增长36.1%
- 盈利能力持续提升，费用率略有增长。**盈利端：2023年公司销售毛利率/净利率分别为18.4%/10.8%，同比增长0.6pp/1.1pp；单Q4毛利率/净利率分别为18.7%/11.4%，分别同比增长3.2pp/4pp。费用端：公司2023年销售/管理（不含研发）/财务费用率分别为0.5%/1.6%/0.1%，分别同比+0.1pp/-0.06pp/+0.2pp，其中销售费用率增加主要系销售人员薪酬以及租赁费的增加，财务费用率增加主要系汇率变动影响以及利息支出的增加。
- 电池连接系统：技术“护城河”深厚，产品迭代驱动量利双升。**公司将复合母排热压合工艺延伸至电池连接系统，有效缩减产品体积，提升电池模组的空间利用率与生产效率，目前已在宁德时代中占据较高份额，并积极拓展国轩高科、蜂巢能源等客户，截至2023H1电池连接系统市占率约为15%。2023年，公司电池连接系统实现收入14.6亿元，占比79.7%，毛利率为16%，同比增长1.8pp。目前动力电池大尺寸化、低成本化发展为大势所趋，公司具备领先的制造工艺、设备优势，持续推出成本更低的FPC、FFC产品，有望充分受益行业需求发展。
- 复合母排：下游多领域布局，助力行稳致远。**公司深耕工业电气母排多年，产品应用于轨交、新能源发电、工业变频，后发掘电车行业契机拓展电控母排，截至2023H1电控母排市占率约为30%。公司持续拓展下游优质客户资源，已积累中国中车、阳光电源、罗克韦尔、比亚迪、法拉电子等。2023年，公司工业电气母排/电控母排分别实现收入1.4/2.1亿元，同比增长1.9%/3.8%，未来有望受益下游大客户需求增长驱动业务稳定发展。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年营收分别为22.7亿元、27.4亿元、32.8亿元，归母净利润同比增速分别为26.9%/36.5%/27.9%。公司为国内电池连接系统头部企业，具备独特的热压合工艺以及自研设备竞争优势，产品充分满足下游大尺寸化、降本需求，给予公司2024年25倍PE，对应目标价39.00元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**电池连接系统新产品渗透率不及预期的风险；产品开发不及预期的风险；产业链竞争加剧导致产品降价幅度过大的风险；新客户拓展不及预期的风险；汇率波动影响公司海外业务的风险；主要业务单一大客户占比较高风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1835.34	2267.55	2741.33	3275.26
增长率	15.24%	23.55%	20.89%	19.48%
归属母公司净利润(百万元)	198.12	251.36	343.19	439.08
增长率	28.23%	26.87%	36.54%	27.94%
每股收益EPS(元)	1.23	1.56	2.12	2.72
净资产收益率ROE	30.85%	29.43%	29.92%	28.94%
PE	26	21	15	12
PB	8.12	6.11	4.55	3.44

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn
联系人：李昂
电话：021-58351923
邮箱：liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.62
流通A股(亿股)	0.34
52周内股价区间(元)	24.85-48.3
总市值(亿元)	52.15
总资产(亿元)	14.52
每股净资产(元)	5.30

相关研究

目 录

1 公司深耕电连接多年，电池连接系统技术领先	1
1.1 复合母排应用广泛，业绩步入快速增长期.....	1
1.2 热压合工艺延伸至电池连接系统，下游电池大尺寸化、降本需求催生发展.....	6
2 盈利预测与估值	9
2.1 盈利预测.....	9
2.2 相对估值.....	9
3 风险提示	10

图 目 录

图 1：西典新能历史沿革.....	1
图 2：西典新能股权架构（截至 2023 年年报）.....	2
图 3：2020-2023 年公司营业收入 CAGR 达 81.4%.....	3
图 4：2020-2023 年公司归母净利润 CAGR 达 60.7%.....	3
图 5：公司毛利率与净利率趋稳向上.....	4
图 6：公司整体费用率较为平稳.....	4
图 7：公司三大产品板块收入情况（百万元）.....	5
图 8：公司三大产品板块毛利率情况.....	5
图 9：2023H1 工业电气母排板块中各业务收入占比情况.....	5
图 10：工业电气母排板块中各业务毛利率情况.....	5
图 11：2023H1 电控母排板块中各业务收入占比情况.....	5
图 12：电控母排板块中各业务毛利率情况.....	5
图 13：电池连接系统尺寸不断增加.....	6
图 14：目前主流电池厂商已跳过标准化模组环节逐步采用 CTP 高效成组技术.....	6
图 15：公司电池连接系统发展历程及各年市占率情况.....	7
图 16：2023H1 电池连接系统板块中各业务收入占比情况.....	8
图 17：电池连接系统板块中各业务毛利率情况.....	8
图 18：公司下游直接、间接客户情况.....	8

表 目 录

表 1：公司 IPO 募集资金运用情况（万元）.....	2
表 2：公司产品布局情况.....	3
表 3：公司不同类别电池连接系统主要原材料对比.....	7
表 4：分业务收入及毛利率.....	9
表 5：可比公司估值（2024/04/26）.....	10
附表：财务预测与估值.....	11

1 公司深耕电连接多年，电池连接系统技术领先

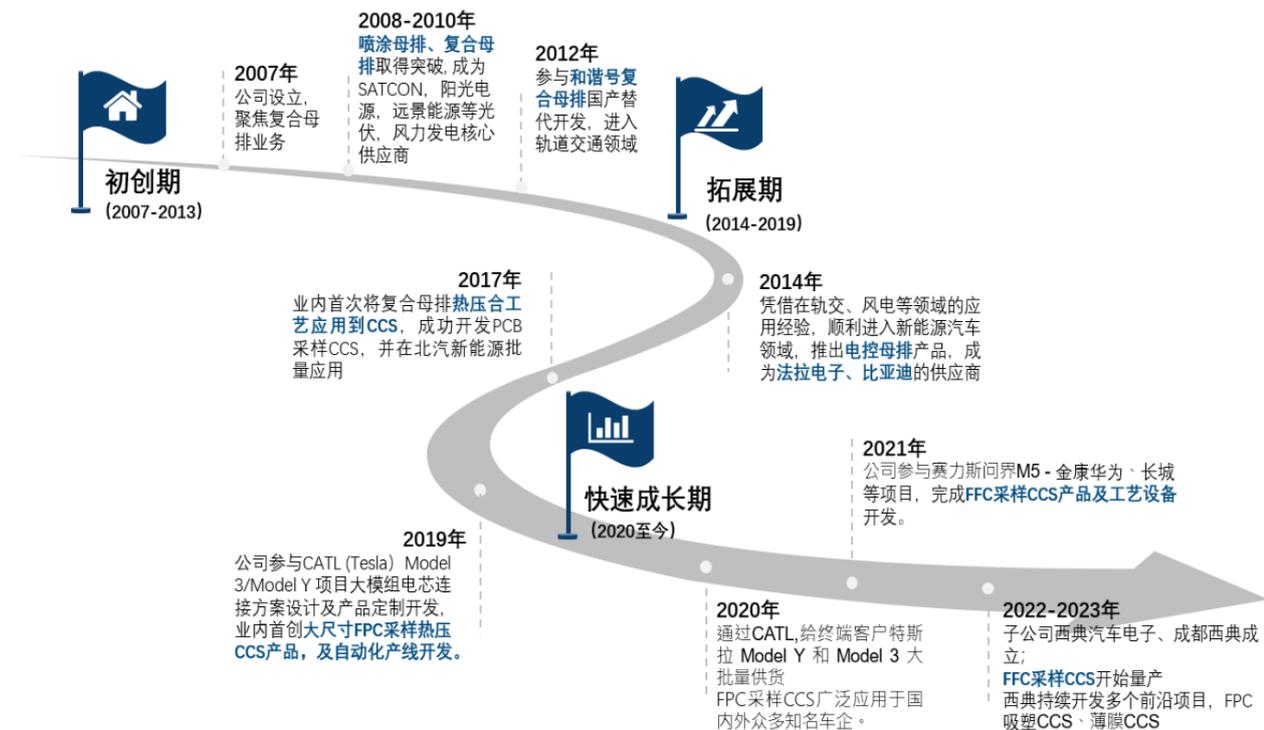
1.1 复合母排应用广泛，业绩步入快速增长期

公司成立于 2007 年，主要从事电连接技术的研究、开发和应用，目前公司主营业务可大致分为工业电气母排、新能源车电控母排、新能源车电池连接系统（CCS）三大板块，下游覆盖轨道交通、工业变频、新能源发电、新能源汽车等多领域。

从公司历史发展角度看，可以大致分为以下阶段：

- **初创期（2007-2013 年）：**公司 2007 年成立初聚焦复合母排业务发展，突破 SATCON、阳光电源、远景能源等风光头部客户，并于 2012 年进军轨交行业，参与和谐号复合母排国产替代开发。
- **拓展期（2014-2019 年）：**公司凭借工业电气母排技术积累，顺利切入电车电控母排业务，成为法拉电子、BYD 的供应商。2017 年，公司为业内首家将复合母排热压合工艺应用到电池连接系统（CCS）中。2019 年，公司参与 CATL（Tesla）电车项目，业内首创大尺寸 FPC 热压合 CCS 产品。
- **快速成长期（2020 年至今）：**公司 FPC 采样 CCS 于 2020 年大批量供货。2021 年新拓展华为、长城等客户，完成 FFC 采样 CCS 产品及工艺设备开发，并于后续逐步量产，开发多前沿项目。

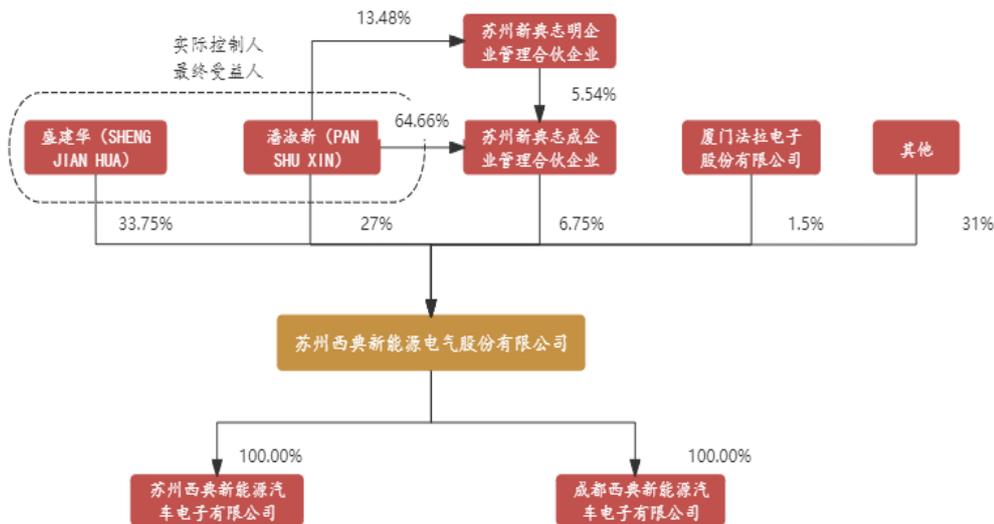
图 1：西典新能历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权集中，实际控制人为盛建华、潘淑新夫妇。公司实际控制人、最终受益人为董事长盛建华先生与董事潘淑新女士，其中盛建华先生直接持有公司股份 33.75%；潘淑新女士通过控股苏州新典志成企业管理合伙企业（公司员工持股平台）间接持有公司股份 6.75%，并直接持有公司股份 27%，潘淑新女士合计持股 33.75%，夫妇二人合计持股 67.5%。此外，公司客户之一的法拉电子股份有限公司于 2021 年出资认购公司股份，截至 2023 年年报直接持有公司 1.5% 股份，与公司绑定有助于业务发展。截至 2023 年底，公司共有苏州、成都两个生产基地，苏州基地已全面投产，成都基地正在建设中。

图 2：西典新能股权架构（截至 2023 年年报）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 IPO 募投项目主要为电池连接系统，彰显该业务发展信心。公司依托现有的产业技术优势扩大电车业务产能，扩建苏州基地并新增成都基地，以更好满足下游市场需求，合计拟投入募集资金 8.7 亿元，支撑中长期业务发展。

表 1：公司 IPO 募集资金运用情况（万元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金	实施主体
1	年产 800 万件动力电池连接系统扩建项目	24394.46	21859.14	西典汽车电子
2	成都电池连接系统生产建设项目	38515.54	38515.54	成都西典
3	研发中心建设项目	6591.84	6591.84	西典新能
4	补充流动资金	20000.00	20000.00	西典新能
总计		89501.84	86966.52	

数据来源：公司公告，西南证券整理

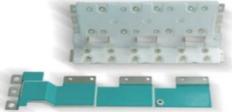
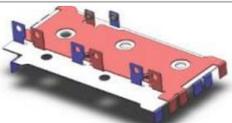
公司产品可分为复合母排、电池连接系统两大类，下游应用领域广泛：

- 复合母排主要功能为实现功率器件与主电路组件的电气连接，可按照应用领域进一步细分为工业电气母排和电控母排。其中，工业电气母排下游应用领域涵盖轨交、工业变频、新能源发电等高电压、大电流领域，公司产品具有较高的可靠性和安全性，能够适应一些复杂、恶劣应用环境的需要；电控母排主要应用于电车领域，通

常包括正极板、绝缘膜和负极板三层结构，压合后实现叠层。通过叠层压合设计能有效降低电感，承受动力电池的大电压、大电流，降低了由于电压击穿而引起的设备损坏率。公司产品历史悠久，市场份额较高。

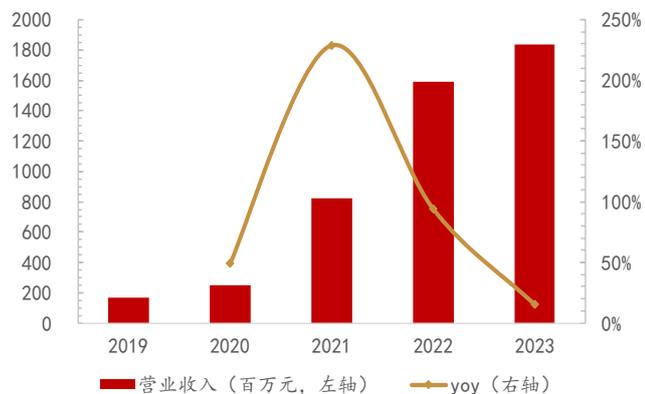
- 电池连接系统是电池模组内电连接的结构件，装配于电池模组内部，是实现电芯间串并联，温度、电压等信号采集和传输的电连接的系统，可按照应用领域细分为动力电池连接系统、储能电池连接系统。公司该业务下游客户主要为宁德时代、国轩高科等，有望受益下游需求放量驱动产品销售增长。

表 2：公司产品布局情况

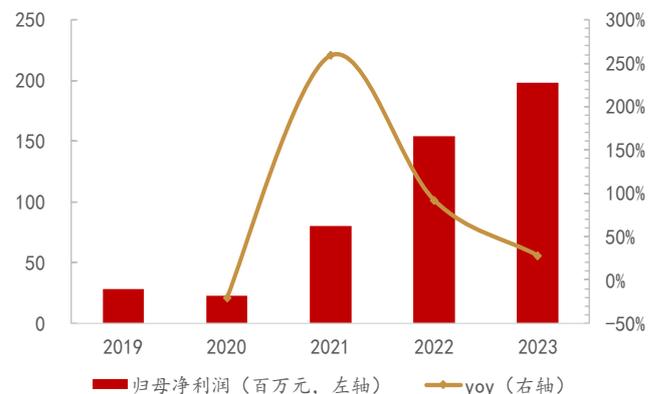
产品名称	产品简介	主要产品	具体应用场景	产品图示
复合母排	一种采用铜板或铝板等金属做为导体，导体之间采用绝缘层进行隔离绝缘的母线排，主要运用在变频器、逆变器等功率转换模块中，实现功率器件与主电路组件的电气连接	工业电气母排	轨道交通、工业变频、新能源发电等高电压、大电流领域	
		电控母排	新能源汽车、搭载 48V 微混系统的燃油车	
电池连接系统 (CCS)	一种将铝巴、信号采集组件、绝缘材料等通过热压合或铆接等方式组合在一起，实现电芯间串并联，温度、电压等信号采集和传输的电连接的系统	动力电池连接系统	新能源汽车、电动助力车	
		储能电池连接系统	储能	

数据来源：公司公告，西南证券整理

经营状况良好，业绩实现快速增长。公司营业收入从 2019 年的 1.7 亿元提升至 2023 年的 18.4 亿元，2020-2023 年的 CAGR 达 81.4%；归母净利润从 2019 年的 0.3 亿元提升至 2023 年的 2 亿元，2020-2023 年的 CAGR 达 60.7%，其中 2020 年受宏观经济形势影响，归母净利润略有下滑。目前公司下游已覆盖电车、风光、轨交、工控等多领域，多元布局有望支撑业绩长期稳定发展。

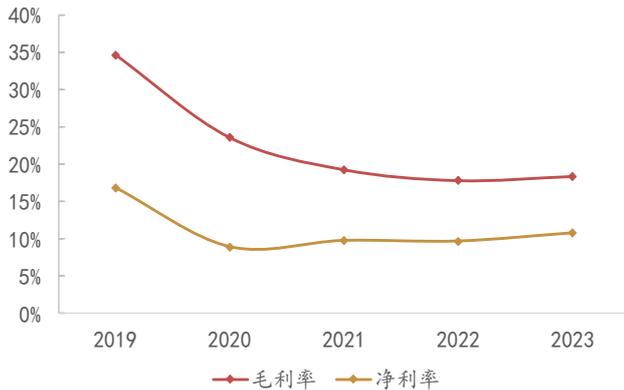
图 3：2020-2023 年公司营业收入 CAGR 达 81.4%


数据来源：公司公告，西南证券整理

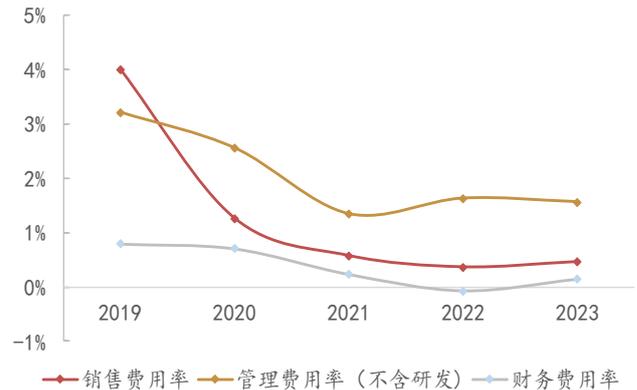
图 4：2020-2023 年公司归母净利润 CAGR 达 60.7%


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利能力趋稳向上，费用率管控较好。2023 年公司实现销售毛利率 18.4%，同比增长 0.6pp；实现销售净利率 10.8%，同比增长 1.1pp，其中公司电池连接系统业务 2023 年毛利率同比提升 1.8pp。2023 年公司销售费用率为 0.5%，同比增长 0.1pp，主要系销售人员薪酬以及租赁费的增加；管理费用率（不含研发）为 1.6%，同比下降 0.06pp；财务费用率为 0.1%，同比增长 0.2pp，主要系汇率变动影响以及利息支出的增加。

图 5：公司毛利率与净利率趋稳向上


数据来源：公司公告，西南证券整理

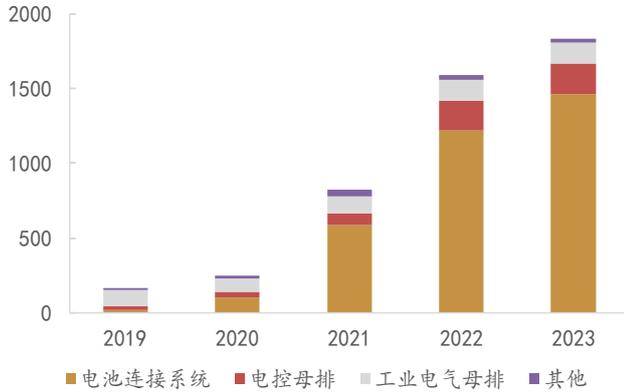
图 6：公司整体费用率较为平稳


数据来源：公司公告，西南证券整理

电池连接系统业务收入占比提升，复合母排业务有望实现稳定增长：

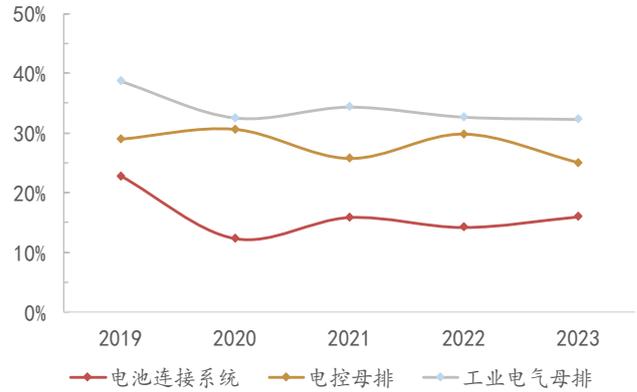
- 工业电气母排：**公司以工业电气母排业务起家，产品主要应用于高电压大电流行业。2023 年占公司整体收入占比 7.7%，毛利率为 32.3%。具体来看，其中轨交/新能源发电/工业变频/配件 2023H1 收入占比分别为 49.8%/28.7%/21.4%/0.2%，工业变频和轨交业务毛利率较高，2023H1 分别为 42.6%/34.3%。公司较早参与轨交母排国产替代，工业电气母排下游客户主要为中国中车、西屋制动、罗克韦尔、东芝三菱等。
- 电控母排：**电控母排加工精度要求高，公司利用工业电气母排开发经验，瞄准电车发展机遇，于 2014 年推出电控母排，截至 2023 年上半年市占率 30.7%。2023 年占公司整体收入占比 11.2%，毛利率为 25.1%。具体来看，其中电车电控/燃油车电控/配件 2023H1 收入占比分别为 93.8%/5.7%/0.5%，燃油车电控/电车电控毛利率分别为 48.9%/26.3%。公司积累如 BYD、法拉电子等头部客户，通过产品迭代、提高生产效率等方式，有望稳定盈利能力。
- 电池连接系统：**公司将热压合工艺从复合母排延伸至电池连接系统，与宁德时代深度绑定，受益下游需求放量，公司电池连接系统收入占比从 2019 年的 9.6%提升至 2023 年的 79.7%，伴随产品持续迭代，2023 年毛利率进一步提升至 16%。

图 7：公司三大产品板块收入情况（百万元）



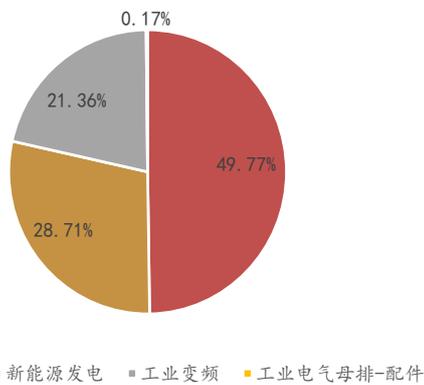
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司三大产品板块毛利率情况



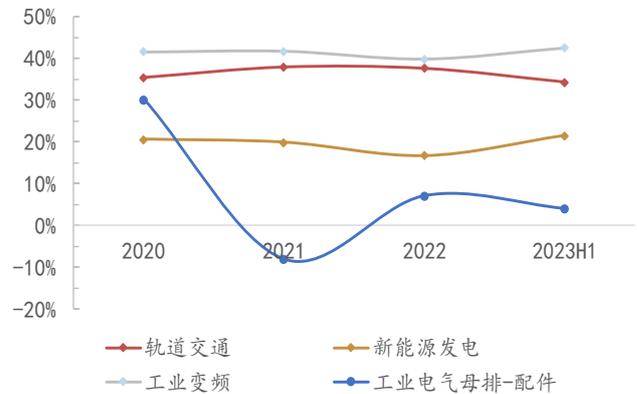
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2023H1 工业电气母排板块中各业务收入占比情况



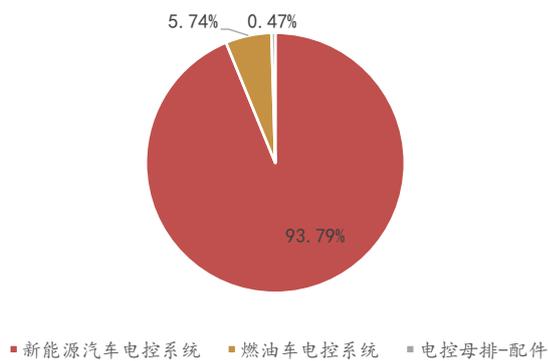
数据来源：公司公告，西南证券整理。注：招股书数据截至 2023H1

图 10：工业电气母排板块中各业务毛利率情况



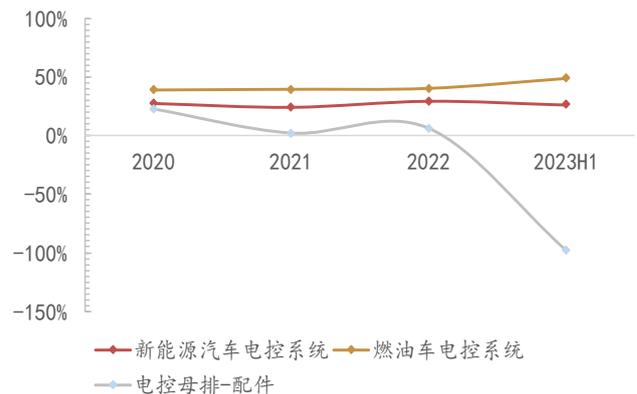
数据来源：公司公告，西南证券整理。注：招股书数据截至 2023H1

图 11：2023H1 电控母排板块中各业务收入占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：招股书数据截至 2023H1

图 12：电控母排板块中各业务毛利率情况

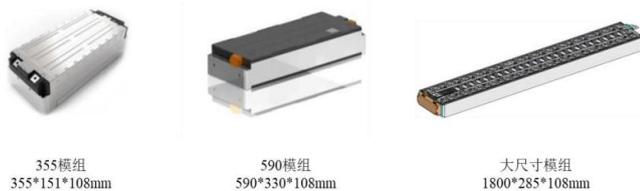


数据来源：公司公告，西南证券整理。注：招股书数据截至 2023H1

1.2 热压合工艺延伸至电池连接系统，下游电池大尺寸化、降本需求催生发展

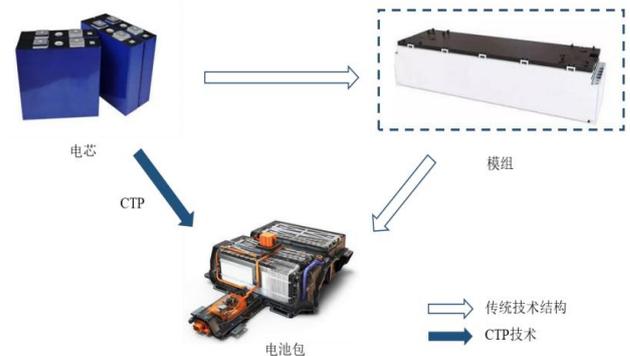
动力电池 CTP/CTC 发展驱动电池连接系统尺寸不断增加，大尺寸化趋势显著。近年来，动力电池技术升级方向之一在于提升能量密度、降低成本，解决方式则主要通过增加标准化电池模组尺寸、减少模组数量等，提升电池包的空间利用率和系统能量密度。由于模组的存在降低了动力电池包的空间利用率，影响成组效率，目前主流电池厂商已逐步采用 CTP 高效成组技术，跳过标准化模组环节，将电芯直接集成至电池包，突破传统“电芯—模组—电池包”三层结构。以宁德时代 CTP 技术为例，通过简化模组结构，能够使电池包空间利用率提高 20%~30%，零部件数量减少 40%，生产效率提升 50%。大模组或 CTP/CTC 发展趋势对电池连接系统设计、生产制造工艺水平均提出了更高的要求，电池连接系统尺寸需相应增加。

图 13：电池连接系统尺寸不断增加



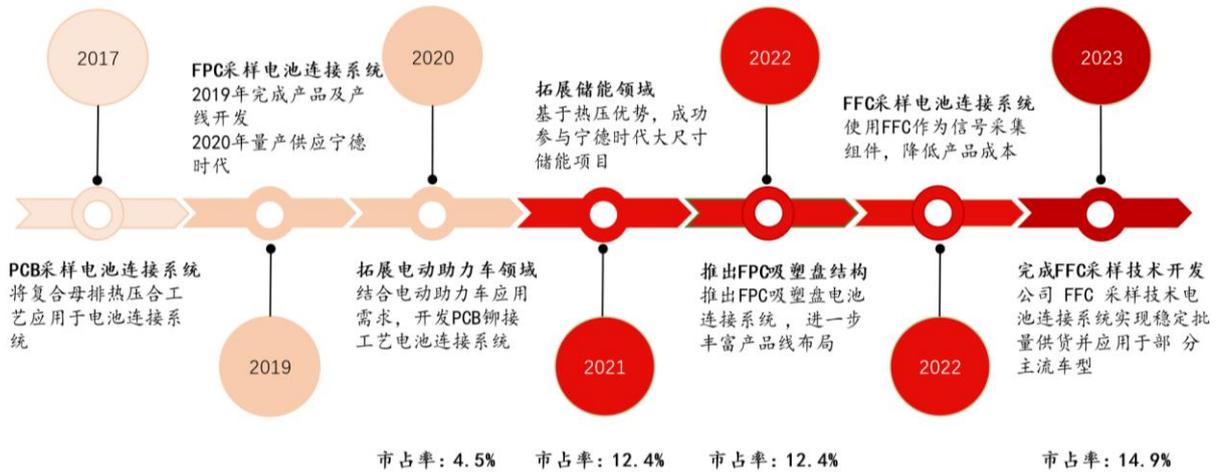
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：目前主流电池厂商已跳过标准化模组环节逐步采用 CTP 高效成组技术



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司电池连接系统快速发展，产品升级迭代助力行稳致远。公司于 2017 年创造性地将复合母排热压合工艺应用于电池连接系统的生产制造过程中，新方案有效缩减了产品体积、重量及配件数量，提升了电池模组的空间利用率与生产效率。2019 年，公司完成 FPC 采样电池连接系统产品及工艺设备开发，同时公司对热压设备、焊接及检测设备进行升级改造，有效增加了产品尺寸，且提高了生产效率。后续公司相继拓展电动助力车、储能领域，丰富产品种类推出 FPC 吸塑盘结构及 FFC 电池连接系统，根据公司产品出货应用于电车数量推算，2023H1 公司市占率约为 15%。我们认为，公司将原有复合母排高电压、大电流领域的产品设计与制造经验应用于电池连接系统，满足产品性能要求的同时具备较强的竞争能力，有望占据更多市场份额。

图 15：公司电池连接系统发展历程及各年市占率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司电池连接系统实现工艺、信号采集组件双向迭代，产品技术优势显著：

- **工艺角度：实现从传统注塑盘到吸塑盘、热压合升级迭代。**由于塑胶结构件较厚且重量相对较重，注塑托盘方案一定程度上影响电池成组效率与空间利用率。公司电池连接系统可分为热压工艺、铆接工艺。

①**热压工艺**：电池连接系统由上下两层绝缘膜、绝缘膜之间的信号线路及铝巴经热压合后制成，适用于新能源汽车及储能等大尺寸应用场景，契合下游提升电池包成组效率和空间利用率的发展趋势。

②**铆接工艺**：电池连接系统包括铆钉铆接以及吸塑盘热铆两种工艺，铆钉铆接工艺主要应用于电动助力车等小尺寸应用场景，热铆工艺通过热铆连接吸塑盘与信号采集组件、铝巴，使用吸塑盘替代绝缘膜，可以有效降低重量、提高空间利用率。
- **信号采集组件角度：实现从 PCB 到 FPC、FFC 升级迭代。**PCB 采样电池连接系统限制了产品尺寸以及生产效率。

①**FPC**：使用 FPC 组件作为信号采集组件，同时对热压设备、焊接及检测设备进行升级改造，可实现大尺寸产品的自动化生产。

②**FFC**：FFC 具有成本低、强度高的优势，能够进一步降低产品成本并提高产品可靠性，目前已在部分项目中实现量产。

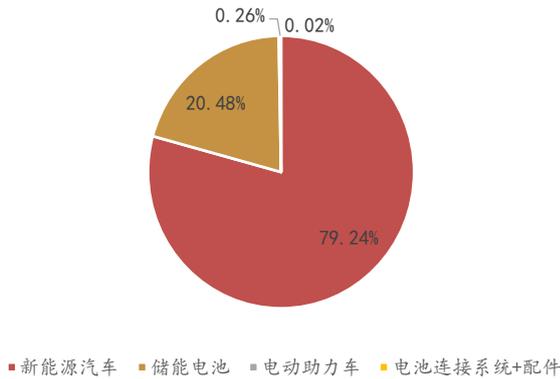
表 3：公司不同类别电池连接系统主要原材料对比

产品类别	工艺类型	主要原材料	产品导入情况
PCB 采样连接系统	热压工艺	PCB 组件、绝缘膜、铝巴	2017 年工艺成熟投入量产
	铆接工艺	PCB 组件、铝材、铆钉、胶材	2020 年完成产品开发
FPC 采样电池连接系统	热压工艺	FPC 组件、绝缘膜、铝巴	2019 年完成工艺及设备开发，2020 年投入量产
	热铆工艺	FPC 组件、吸塑盘、铝巴	2022 年开始小批量量产，2023 年投入量产
FFC 采样电池连接系统	热压工艺	FFC 组件、绝缘膜、铝巴	2022 年下半年投入量产
	热铆工艺	FFC 组件、吸塑盘、铝巴	试验阶段

数据来源：公司公告，西南证券整理

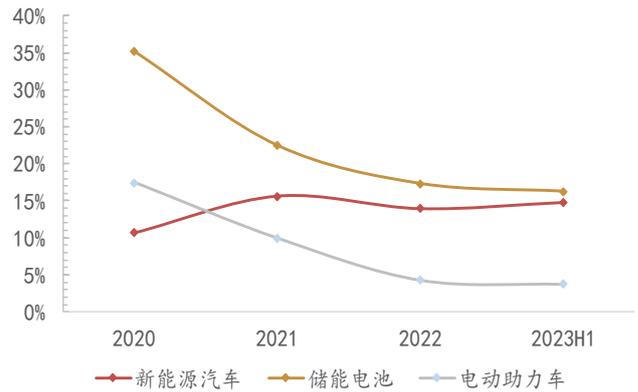
新能源汽车电池连接系统拓展新客户提升毛利率，储能领域有望贡献新增量。根据公司招股说明书数据，截至 2023H1，公司电池连接系统中新能源汽车业务占比 79.2%，毛利率为 14.8%，相较于 2022 年 14% 有所提升，主要系公司持续拓展除宁德时代以外的新客户，在国轩高科、蜂巢能源等客户销售从小批量转向量产，且生产良率有所提升；储能业务占比提升至 20.5%，毛利率为 16.3%，相较于 2022 年略有下降，主要系客户为实现降本增效降低产品价格所致，预计伴随行业价格趋稳及 FPC 渗透率提升，储能业务盈利有望趋稳向上。

图 16：2023H1 电池连接系统板块中各业务收入占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：招股书数据截至 2023H1

图 17：电池连接系统板块中各业务毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：招股书数据截至 2023H1

公司与动力电池大客户深度绑定，受益下游电车销量增长。公司电池连接系统直接客户包括宁德时代、蜂巢能源、国轩高科、上汽时代等动力电池厂商，产品应用于比亚迪、特斯拉、蔚来、理想、小鹏、长城、赛力斯等整车厂的热销车型。2023 年，公司在宁德时代销售收入为 13.7 亿元，在电池连接系统业务占比 93.7%，在公司整体业务占比 74.7%，宁德为公司第一大客户，公司短期受益下游大客户需求放量。此外，公司积极拓展下游其他优质客户，客户结构持续优化，且伴随新一代低成本产品市场渗透率逐步提升，电池连接系统有望实现量利双升。

图 18：公司下游直接、间接客户情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司将热压合技术延伸至电池连接系统，产品持续迭代，受益下游动力电池大尺寸化、低成本化需求，公司低成本产品市场渗透率有望逐步提升，预计公司 2024-2026 年电池连接系统销量分别同比增长 30%/27%/25%，产品平均单价年降 3%。

假设 2：受益下游电车电控需求提升，公司电控母排业务有望维持稳定增长，预计 2024-2026 年公司电控母排销量分别同比增长 20%/15%/15%，产品单价年降 3%。

假设 3：公司为工业电气母排老牌企业，下游应用领域广泛，预计 2024-2026 年公司工业电气母排销量年增 10%，产品单价维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
电池连接系统	收入	1462.89	1844.70	2272.49	2755.40
	增速	19.9%	26.1%	23.2%	21.3%
	毛利率	16.0%	15.6%	16.7%	18.0%
电控母排	收入	205.55	239.26	266.89	297.72
	增速	3.8%	16.4%	11.6%	11.6%
	毛利率	25.1%	24.6%	24.4%	24.6%
工业电气母排	收入	141.44	155.58	171.14	188.26
	增速	1.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	32.3%	32.6%	32.7%	32.8%
其他主营业务	收入	10.7	11.8	13.0	14.3
	增速	-55.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	38.0%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	收入	14.7	16.2	17.8	19.6
	增速	26.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	11.5%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	1835.3	2267.5	2741.3	3275.2
	增速	15.2%	23.5%	20.9%	19.5%
	毛利率	18.4%	17.7%	18.4%	19.4%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取行业内 3 家可比公司，2024 年可比公司平均 PE 为 18 倍。公司为国内电池连接系统头部企业，预计未来三年归母净利润同比增速分别为 26.9%/36.5%/27.9%，公司具备独特的热压合工艺以及自研设备竞争优势，产品充分满足下游大尺寸化、降本需求，因此可以具备一定估值溢价，给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应 PEG<1，较为合理，对应目标价 39.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值（2024/04/26）

可比公司	证券代码	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A/E	24E	25E	26E	23A/E	24E	25E	26E
长盈精密	300115	10.42	0.07	0.55	0.71	0.86	148.86	18.95	14.68	12.12
瑞可达	688800	30.18	0.86	1.44	2.00	2.33	35.09	20.96	15.09	12.95
立讯精密	002475	28.79	1.53	1.93	2.40	2.90	18.82	14.92	12.00	9.93
平均值							67.59	18.27	13.92	11.67

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 电池连接系统新产品渗透率不及预期的风险；
- 2) 产品开发不及预期的风险；
- 3) 产业链竞争加剧导致产品降价幅度过大的风险；
- 4) 新客户拓展不及预期的风险；
- 5) 汇率波动影响公司海外业务的风险；
- 6) 主要业务单一大客户占比较高风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1835.34	2267.55	2741.33	3275.26	净利润	198.12	251.36	343.19	439.08
营业成本	1498.48	1866.26	2236.06	2640.21	折旧与摊销	22.73	30.55	30.55	30.55
营业税金及附加	6.91	8.84	10.69	22.60	财务费用	2.65	9.18	8.23	7.50
销售费用	8.46	11.34	12.34	13.10	资产减值损失	-4.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	28.75	115.65	109.65	114.63	经营营运资本变动	-109.60	212.45	-64.92	-84.36
财务费用	2.65	9.18	8.23	7.50	其他	44.46	-17.12	-24.76	-17.84
资产减值损失	-4.90	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	153.46	486.41	292.29	374.93
投资收益	-3.53	30.00	30.00	30.00	资本支出	-95.41	-90.00	-90.00	-90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-102.42	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-197.83	-60.00	-60.00	-60.00
营业利润	231.47	286.29	394.37	507.21	短期借款	-21.39	-5.91	0.00	0.00
其他非经营损益	2.73	9.43	9.39	9.36	长期借款	58.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	234.20	295.71	403.75	516.57	股权融资	4.34	0.00	0.00	0.00
所得税	36.08	44.36	60.56	77.48	支付股利	0.00	-39.62	-50.27	-68.64
净利润	198.12	251.36	343.19	439.08	其他	38.08	-70.75	-8.23	-7.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	79.46	-116.29	-58.50	-76.14
归属母公司股东净利润	198.12	251.36	343.19	439.08	现金流量净额	35.23	310.12	173.79	238.79
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	78.55	388.67	562.46	801.24	成长能力				
应收和预付款项	680.35	1026.40	1194.90	1410.39	销售收入增长率	15.24%	23.55%	20.89%	19.48%
存货	159.20	205.04	249.11	292.47	营业利润增长率	32.09%	23.68%	37.75%	28.61%
其他流动资产	208.52	9.86	11.91	14.24	净利润增长率	28.23%	26.87%	36.54%	27.94%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	38.83%	26.92%	32.86%	25.89%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	261.11	325.43	389.76	454.08	毛利率	18.35%	17.70%	18.43%	19.39%
无形资产和开发支出	38.93	35.01	31.09	27.18	三费率	2.17%	6.00%	4.75%	4.13%
其他非流动资产	25.29	24.34	23.39	22.44	净利率	10.79%	11.08%	12.52%	13.41%
资产总计	1451.96	2014.74	2462.61	3022.03	ROE	30.85%	29.43%	29.92%	28.94%
短期借款	15.91	10.00	10.00	10.00	ROA	13.65%	12.48%	13.94%	14.53%
应付和预收款项	632.71	1064.41	1219.17	1407.94	ROIC	25.81%	30.14%	39.97%	42.36%
长期借款	85.21	85.21	85.21	85.21	EBITDA/销售收入	14.00%	14.38%	15.80%	16.65%
其他负债	75.82	1.09	1.28	1.49	营运能力				
负债合计	809.66	1160.72	1315.67	1504.64	总资产周转率	1.25	1.31	1.22	1.19
股本	121.20	161.60	161.60	161.60	固定资产周转率	9.12	9.76	13.26	18.10
资本公积	128.47	88.07	88.07	88.07	应收账款周转率	2.59	2.83	2.61	2.67
留存收益	392.63	604.36	897.28	1267.72	存货周转率	8.78	9.88	9.71	9.64
归属母公司股东权益	642.30	854.03	1146.95	1517.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	65.34%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	642.30	854.03	1146.95	1517.39	资产负债率	55.76%	57.61%	53.43%	49.79%
负债和股东权益合计	1451.96	2014.74	2462.61	3022.03	带息债务/总负债	12.49%	8.20%	7.24%	6.33%
					流动比率	1.56	1.52	1.64	1.77
					速动比率	1.34	1.33	1.44	1.57
					股利支付率	0.00%	15.76%	14.65%	15.63%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	256.86	326.01	433.14	545.26	每股收益	1.23	1.56	2.12	2.72
PE	26.32	20.75	15.20	11.88	每股净资产	3.97	5.28	7.10	9.39
PB	8.12	6.11	4.55	3.44	每股经营现金	0.95	3.01	1.81	2.32
PS	2.84	2.30	1.90	1.59	每股股利	0.00	0.25	0.31	0.42
EV/EBITDA	15.49	15.05	10.92	8.24					
股息率	0.00%	0.76%	0.96%	1.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
